

证券行业 深度报告

结构主动优化，龙头集中度提升

2018年01月17日

——观海外投行兴衰，悟国内券商未来 增持(维持)

证券分析师 丁文韬

执业证书编号: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号: S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号: S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199746

maxy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **国内证券行业现状：同质化严重，二级市场相关度过高，集中度有待提升：**近两年来随着市场成交持续低迷和佣金率不断下滑，券商经纪业务收入占比下降，不再是单一最大收入来源，行业业务结构被动均衡化。虽然券商经纪业务占比下降，但是占比提升的信用业务、自营业务与经纪业务一样直接受二级市场波动的影响，相关性过高导致业绩波动较大。从金融各子行业的集中化程度来看，2016年，券商CR5的净利润合计占比23%，远低于银行CR5的46%、寿险CR3的39%、财险的63%。长期来看，分类监管和创新业务向大券商倾斜的背景下，大券商的集中度提升的趋势仍将持续且有较大空间。

■ **未来券商业务结构主动优化，机构业务、场外业务等占比逐步提升：**成熟金融市场的一流投行经历较长的发展历程，行业格局变迁经历三个阶段：第一阶段：政策变化推动行业收入结构被动变化；第二阶段：新产品和业务模式出现，主动追求更高收益；第三阶段：金融危机后风险与收益并重，投行形成差异化竞争格局。中国金融市场格局已经开始变化，现金产品化和机构化水平提升，券商业务结构也已被被动均衡化，对标海外，目前处于第一阶段向第二阶段过渡时期，未来机构业务、场外业务、主动资管业务将逐步起航，行业业务结构将进入主动优化进程。

■ **龙头券商掌握更多创新业务竞争要素，集中度将继续提升：**参考海外投行，收入和业务结构在过去的金融危机中历经波折和变化，高盛、大摩、嘉信等公司也因此形成了各自差异化的竞争优势。从各业务来看，投行业务、机构客户服务、投资管理、投资与借贷四项海外投行主要业务的核心竞争要素体现在资本金、定价能力、客户资源和国际布局四个方面。以上核心竞争要素更多的掌握在国内龙头券商手中，享有先发优势，未来行业集中度将继续提升。

投资建议

过去两年证券行业监管全面革新，近期监管环境发生边际变化释放正面信号。目前券商板块平均18PB1.59倍，其中大券商PB1.48倍。券商的PB底部比其他金融机构更为明确，具有较高安全边际。通过对海外投行主要业务的分析，龙头券商具有更强的竞争力和更高的起点，行业集中度提升的趋势仍将持续且有较大空间。建议重点关注未来有望成长为行业新龙头的华泰证券。

风险提示：1) 市场低迷带来的业绩和估值双重压力；2) 监管层和政策对行业的影响超预期；3) 外资投行竞争压力；4) 海外投资风险。

行业走势



相关研究

1. 非银金融行业 2018 年投资策略：保险长期向好，关注一季度投资机会 -20180101
2. 证券行业：2017 年三季度报总结-业绩表现平稳，市场回暖自营贡献增加
3. 证券行业：2017 年中报总结-业务结构被动改善，充分受益市场回暖-20170904
4. 证券行业：2017 年投资策略-券商——最具配置价值的金融子板块，20161212

目录

1. 国内券商现状：同质化严重，集中度有待提升..	4
1.1. 同质化严重，集中度有待提升	4
1.2. 二级市场相关度较高，佣金率持续下降，亟待转型	5
2. 成熟金融市场一流投行差异化优势突出.....	5
2.1. 以机构客户服务为主的行业巨头——高盛	5
2.2. 以卖方业务为优势的多元化业务模式——摩根士丹利 ..	8
2.3. 以财富管理为主的综合型平台——嘉信	12
3. 海外投行的借鉴意义	14
3.1. 行业格局变迁经历三个阶段	14
3.2. 龙头券商掌握更多创新业务竞争要素	16
4. 投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1 : 类比其他行业, 国内券商集中度有待提升.....	4
图表 2 : CR5 各业务集中度明显提升.....	4
图表 3 : 行业平均佣金率呈下降趋势但降幅收窄.....	5
图表 4 : 经纪市场份额 CR5、CR7 逐步提升.....	5
图表 5 : 2016 年高盛收入结构.....	6
图表 6 : 2008 年金融危机后高盛的的业务占比.....	6
图表 7 : 高盛四大板块收入.....	7
图表 8 : 高盛四大业务利润率.....	7
图表 9 : 高盛各地区收入占比.....	8
图表 10 : 2016 年摩根士丹利业务收入占比图.....	9
图表 11 : 2008 年金融危机后摩根士丹利的业务收入占比.....	9
图表 12 : 摩根士丹利各板块利润占比.....	10
图表 13 : 摩根士丹利 Sales&Trading 板块利润占比.....	10
图表 14 : 摩根士丹利机构证券板块收入及增长率.....	11
图表 15 : 摩根士丹利财富管理板块收入及增长率.....	11
图表 16 : 2017 年三季度, 净利息收入占比最高.....	12
图表 17 : 2008 年金融危机后嘉信理财的业务收入占比变化.....	12
图表 18 : 嘉信理财的平均每笔有偿交易佣金与活跃用户数量.....	13
图表 19 : 嘉信理财的客户资产规模和资产管理收入.....	13
图表 20 : 美国券商发展路径.....	14
图表 21 : 美国证券行业传统经纪业务收入占比变化.....	15
图表 22 : 2008-2017Q3 上市券商收入结构.....	16
图表 23 : 美国龙头券商业务结构.....	17
图表 24 : 截止 2017H1 CR3、CR5、CR7 净资本占全行业比例.....	18
图表 25 : 机构佣金分仓集中度 (2017H).....	18
图表 26 : 经纪市场份额 CR5、CR7 逐步提升 (2017).....	18
图表 27 : 上市券商估值表 (根据 2018 年 1 月 17 日收盘价).....	20

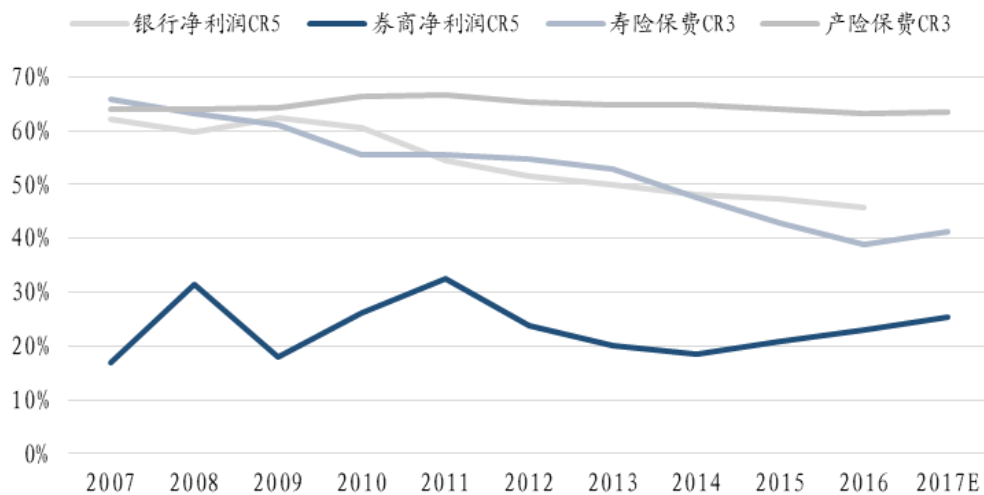
1. 国内券商现状：同质化严重，集中度有待提升

1.1. 同质化严重，集中度有待提升

国内券商业务主要包括经纪业务、投行业务、资产管理、信用业务、自营投资。目前各券商业务同质化严重，券商之间竞争逐渐加剧。近两年来随着市场成交持续低迷和佣金率不断下滑，券商经纪业务收入占比下降，不再是单一最大收入来源，行业业务结构被动均衡化。

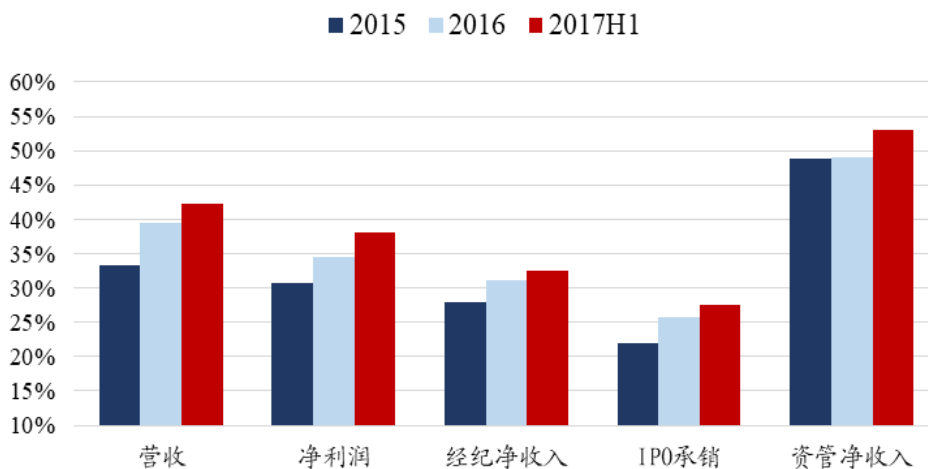
从金融各子行业的集中化程度来看，券商的行业集中度显著低于银行、保险，2016年，券商CR5的净利润合计占比23%，远低于银行CR5的46%、寿险CR3的39%、产险CR3的63%。长期来看，分类监管和创新业务向大券商倾斜的背景下，大券商的集中度提升的趋势仍将持续且有较大空间。

图表1: 类比其他行业，国内券商集中度有待提升



数据来源：证券行业协会，保监会，Wind 东吴证券研究所

图表2: CR5 各业务集中度明显提升

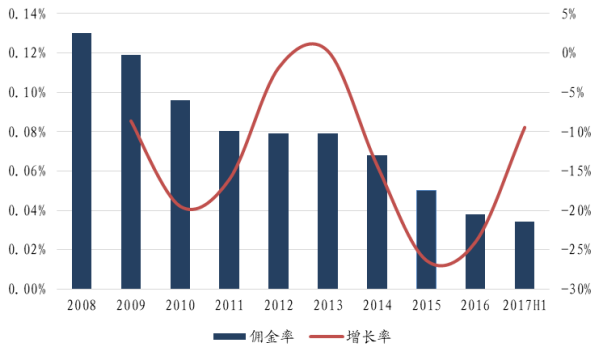


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 二级市场相关度较高，佣金率持续下降，亟待转型

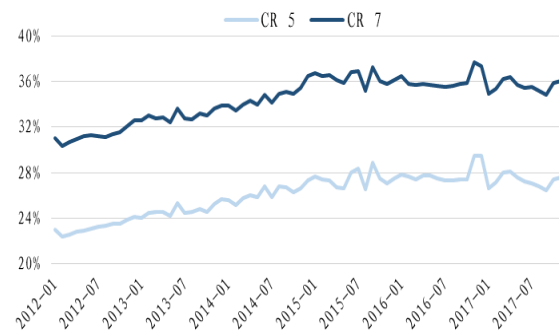
经纪业务过去是国内券商占比最大的业务，属于传统通道业务，但随着一人三户的放开、轻型营业部的兴起和互联网的快速发展，竞争加剧导致佣金率持续下滑，2010年以来行业佣金率由0.1%降至2017年的0.35‰，预计后续下降空间有限。佣金率下行导致利润率下滑，低佣战略对利润的贡献较小，经纪业务也随之收入占比下降。2017年，自营业务取代了经纪业务成为行业第一大收入来源。

图表3：行业平均佣金率呈下降趋势但降幅收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表4：经纪市场份额 CR5、CR7 逐步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

经纪市场份额逐步向大券商集中，CR5（华泰、中信、海通、国君、银河）已升至约27%，CR7（加广发、招商）升至约35%。2017年券商分类评级中，证监会修订经纪业务的排名按照“代理买卖证券业务净收入-股票基金交易额×0.25‰”后的金额计算，以此来评定各券商在去掉低佣金率外的真实竞争力。未来各券商对经纪业务的定位或将出现分化。

虽然券商经纪业务占比下降，但是占比提升的信用业务、自营业务与经纪业务一样直接受二级市场波动的影响：1）信用业务（主要为融资融券和股权质押）近年来快速发展，已成为券商的主要收入来源之一，但是高增长期过后呈现与经纪业务同步的周期性，且金融监管趋势为降杠杆；2）自营业务是以自有资金进行证券投资，作为传统的权重业务，其投资收益除了受主动投资管理影响之外，与市场行情也高度相关。因此国内券商与二级市场的相关性较高，波动较大。

2. 成熟金融市场一流投行差异化优势突出

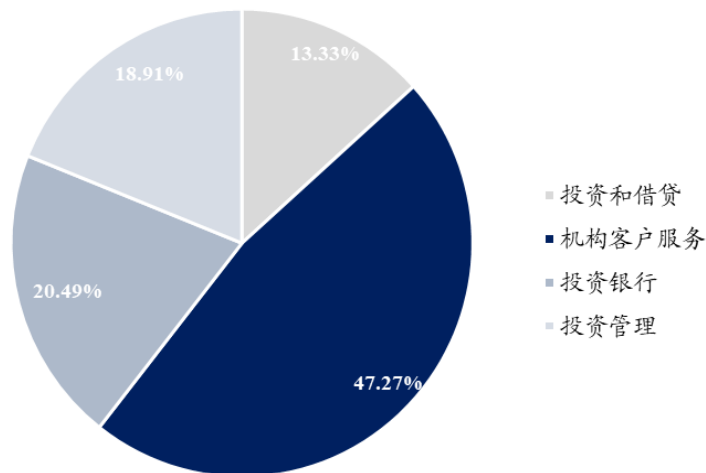
成熟金融市场的一流投行经历较长的发展历程，收入和业务结构在过去的金融危机中历经波折和变化，也因此形成了各自差异化的竞争优势，我们重点分析三类海外投行模式：1）以机构客户服务为主的行业巨头——高盛；2）以卖方业务为优势的多元化业务模式——摩根士丹利；3）以财富管理为主的综合型平台——嘉信。

2.1. 以机构客户服务为主的行业巨头——高盛

高盛成立于1869年，是全世界历史最悠久以及规模最大的投行之一，总部设立在纽约并在伦敦、东京、香港设有分部，在全球23个国家拥有41个办事处，它的主要业务包括投资银行（Investment Banking）、机构客户服务（Institutional Client Services）、投资和借贷业务（Investing and Lending）、资产管理业务（Investment Management）。其中机构客户服务为主要业务，面向公司、金融机构、投资机构和

政府部门，提供 FICC 业务的交易和做市以及向机构客户提供融资融券等服务。高盛的所有运作都建立在紧密一体的全球基础上，寻求与多元化的全球集团客户建立并保持长期的合作关系，凭借其协调能力、运营能力、严格的风险管控能力以及广阔的投资覆盖面，以投行业务为起点对接公司的全部资源，为全球客户发现和抓住投资机会。

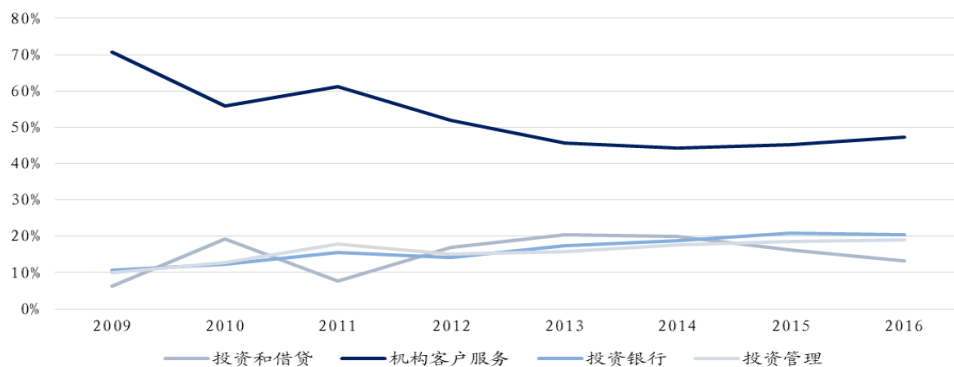
图表5: 2016 年高盛收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

高盛以机构客户服务作为主要收入来源。高盛四大业务板块中（已剔除 2008 年金融危机特殊情况影响），机构客户服务板块始终占比最大，总体呈下降趋稳态势，2009 年占比 70% 以上，2013 至 2016 年占比维持在 45% 左右。从 2016 年的业务收入占比看，机构客户服务占比最高（47.27%），其次是投资银行（20.49%）、投资管理（18.91%）和投资和借贷（13.33%）。

图表6: 2008 年金融危机后高盛的业务占比

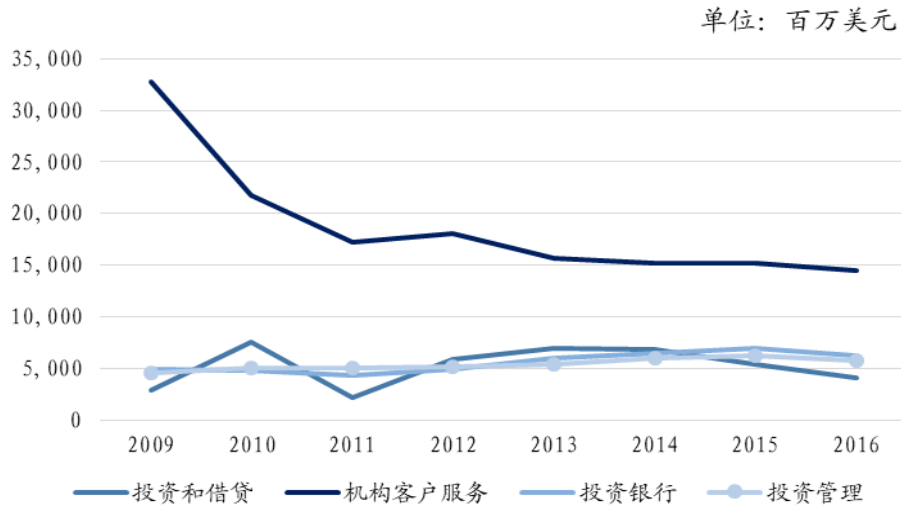


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

机构客户服务：高盛的协调能力强，客户粘性高。该业务主要包括 FICC 做市和股权业务，股权业务又包括股权做市、佣金和手续费、证券服务，且 FICC 做市占比最大，高盛凭借其强大的协调能力，为客户提供更优质的服务，对接更全

面的资源和广阔的投资机会，客户粘性强。2009年到2015年，全球经济复苏乏力，政治和经济前景不确定性因素和市场情绪低迷的影响，客户的活跃度明显下降，FICC做市业务收入呈下降趋势。

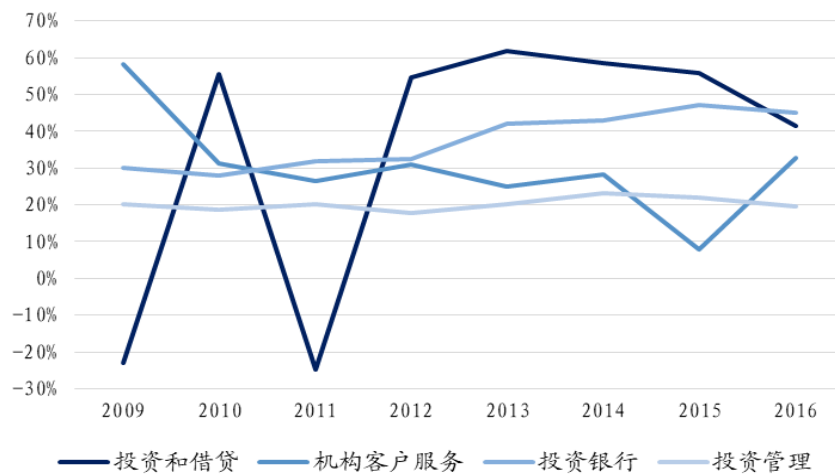
图表7：高盛四大板块收入



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

投资银行业务：高盛上下游客户资源优质，定价能力强。主要包括财务顾问和股权债权承销构成，2016年占比20.49%。高盛凭借领先的专业能力，在全球拥有大量的多行业客户，结合优秀的地区知识和综合运作能力，广泛提供财务顾问等投行服务，项目规模快速增长，从收入占比看，从2009年的10.87%到2016年的20.49%提升了一倍；从利润率看，从2009年的30%提升到2016年的45%。

图表8：高盛四大业务利润率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

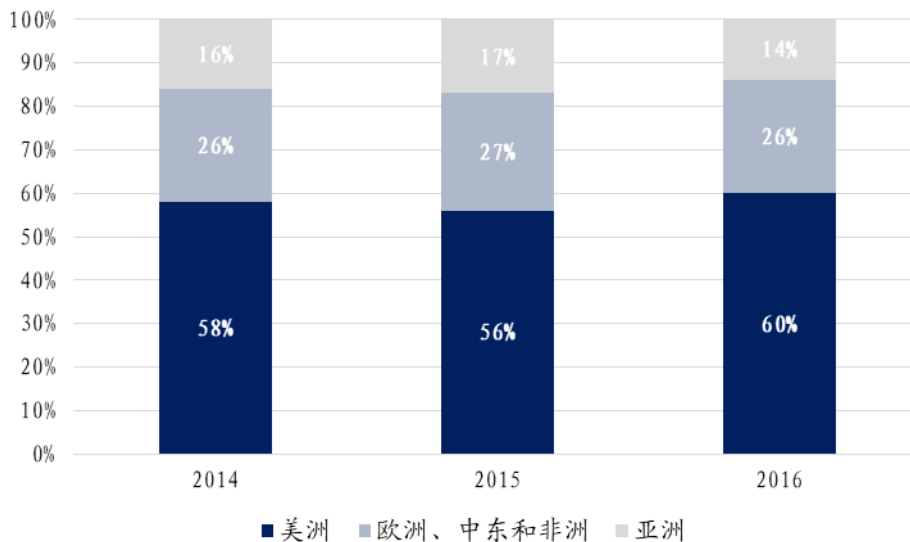
资产管理业务：高盛拥有严格的风险管控能力，提供稳健收益。资产管理业务

主要包括管理及其他费用、业绩报酬和交易收入。投资管理板块收入规模总体增加，该业务的优点在于利润率稳定，是公司的稳健收入来源。

投资与借贷：高盛客户资源优质，专业能力强，业绩贡献较大。主要包括股权、债券投资与借贷业务，该板块受全球经济形势、股权及债券市场价格影响较大，个别投资失败对公司股权价格变动影响大，业绩相对其他板块波动更大，从 2009 年开始有 2 年亏损。综合来看去除亏损的 2009 年和 2011 年，投资与借贷的利润率较高，主要原因是投资资金来自于已有的优质客户，且风险规避好，长远来看仍是业绩贡献较大的业务。

高盛全球业务布局成熟，海外收入占比 40%。高盛 1897 年进入欧洲资本市场，1969 年在英国设立代表处，1974 年设立东京办事处，1984 年在香港设亚太地区总部，1994 年在北京和上海开设代表处。近三年高盛的全球收入分布较稳定，2016 年美国约占 60%，欧洲、中东和非洲地区占 26%，亚洲地区约占 14%，高盛海外收入占比约为 40%。

图表9：高盛各地区收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

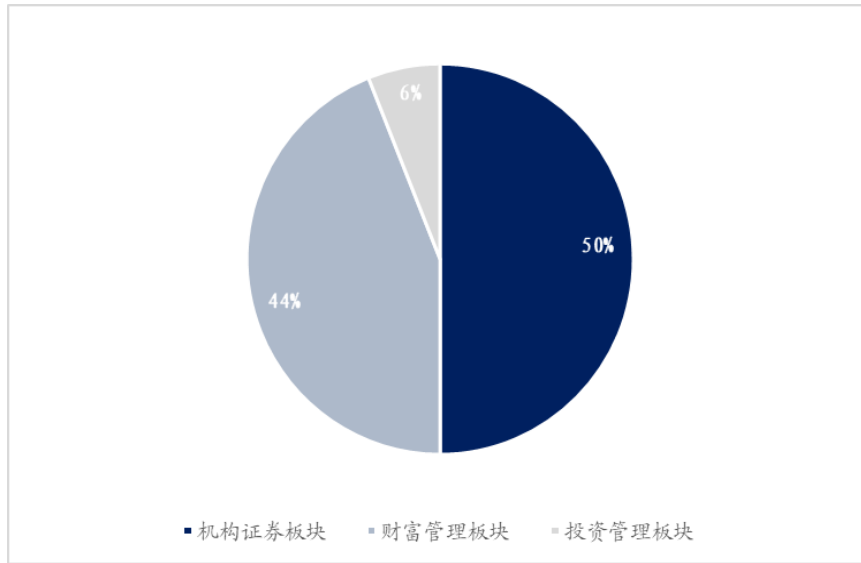
2.2. 以卖方业务为优势的多元化业务模式——摩根士丹利

摩根士丹利作为全球领先的大型投资银行，始终在传统的机构证券业务中占据优势。大摩的机构证券业务包括投资银行业务、销售与交易、借款及其他服务等，面向公司、政府及金融机构等极高净值客户。近年来大摩在强化机构证券业务的同时，在财富管理业务上逐渐发力。大摩的财富管理业务面向个人投资者及中小企业，为其提供投资咨询和理财服务。

从 2016 年的业务收入占比看，摩根士丹利的机构证券板块（卖方）与投资板块（买方）（包括为客户提供理财服务的财富管理板块和自有资金投资管理板块）基本处于均衡状态。2008 年金融危机以来，机构证券业务始终是占比最大的板块，但可以观察到投资板块整体呈现上升趋势，近三年维持在 50% 左右，呈现出一种齐头并进的态势。从利润占比来看，除 2012 至 2014 年外，在其余年份中机构证券业

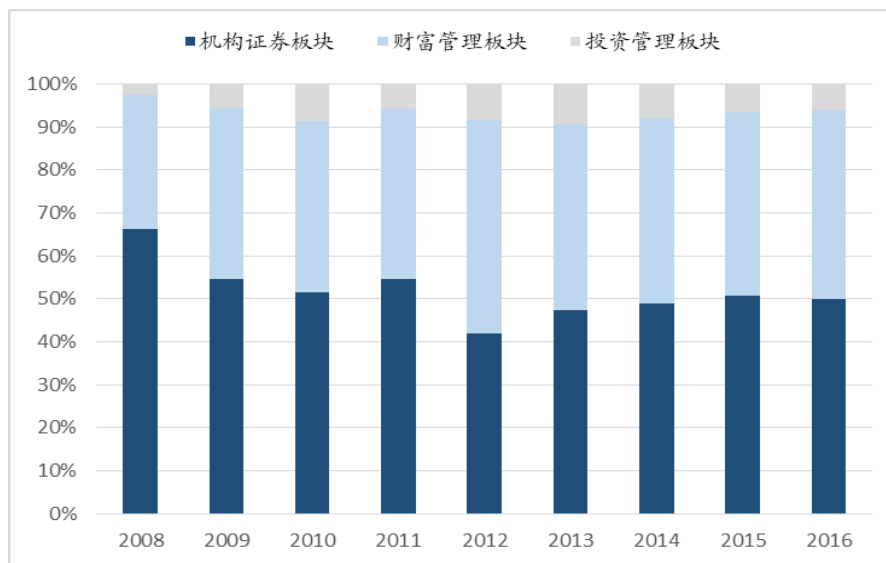
务都贡献了最大份额的利润，且占比均在 60%左右（2011 年近 80%）。

图表10: 2016 年摩根士丹利业务收入占比图



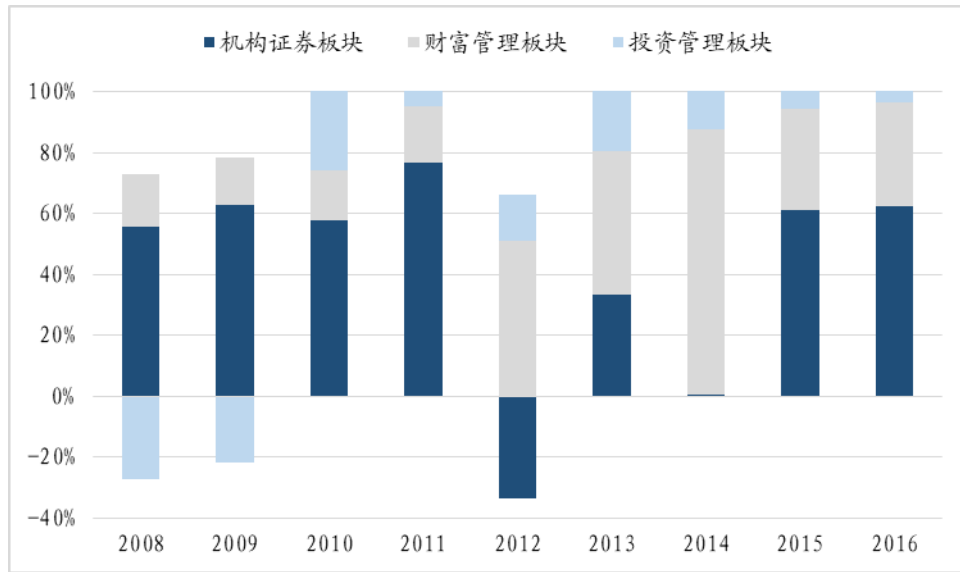
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表11: 2008 年金融危机后摩根士丹利的业务收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

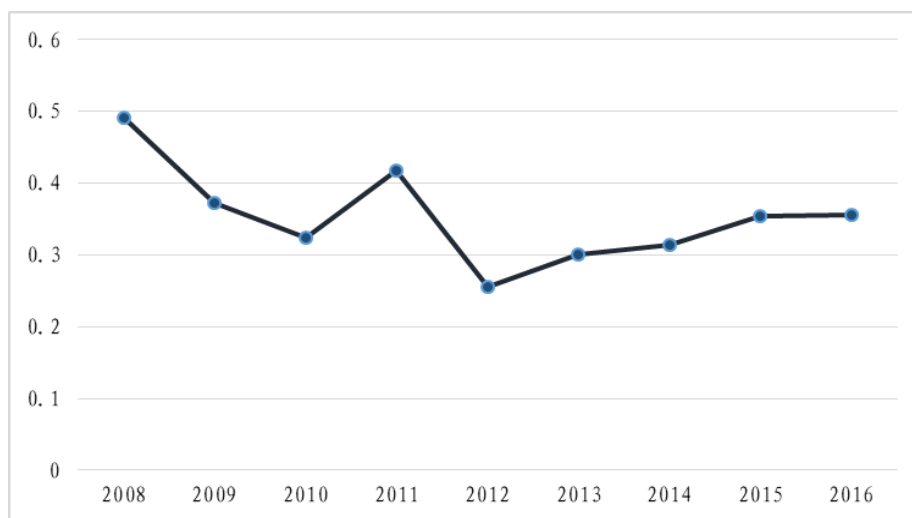
图表12: 摩根士丹利各板块利润占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

而在机构证券业务中, 主要有投行业务和销售与交易 (Sales&Trading) 业务, 投行业务主要分为财务顾问和资金募集, 包括与债务、股票和其他证券相关的服务, 以及有关兼并、收购、重组和项目融资等的建议。大摩的投行业务优势在于利用其广泛的市场及行业经验和专业的人才团队为客户提供最为契合的融资服务, 帮助客户实现长短期战略目标。S&T 业务包括机构权益及 FICC 业务, 又细分为现金权益、权益衍生品、主经纪商业务, 固定收益, 大宗商品, 外汇业务等。近十年, S&T 几乎每年都贡献了大摩 30% 以上的利润。

图表13: 摩根士丹利 Sales&Trading 板块利润占比

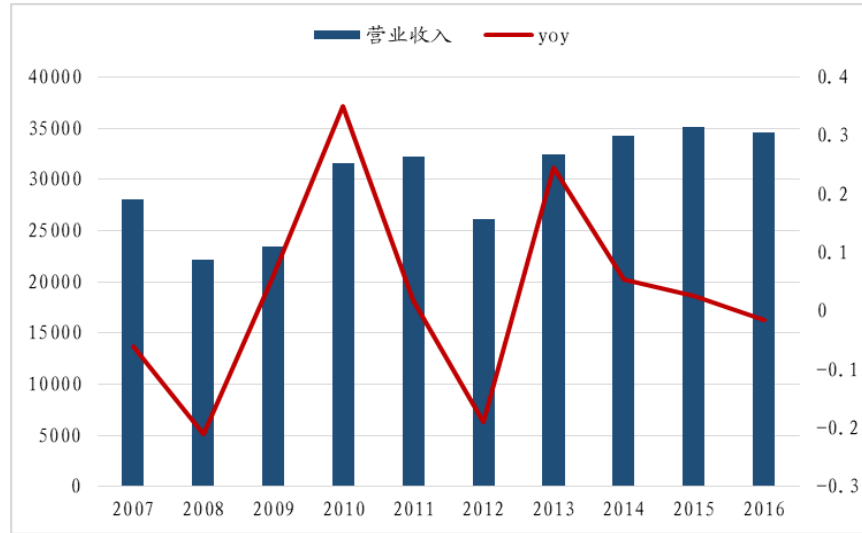


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

从单个板块来看, 大摩的机构证券业务在 2008 和 2012 年受金融危机等市场环

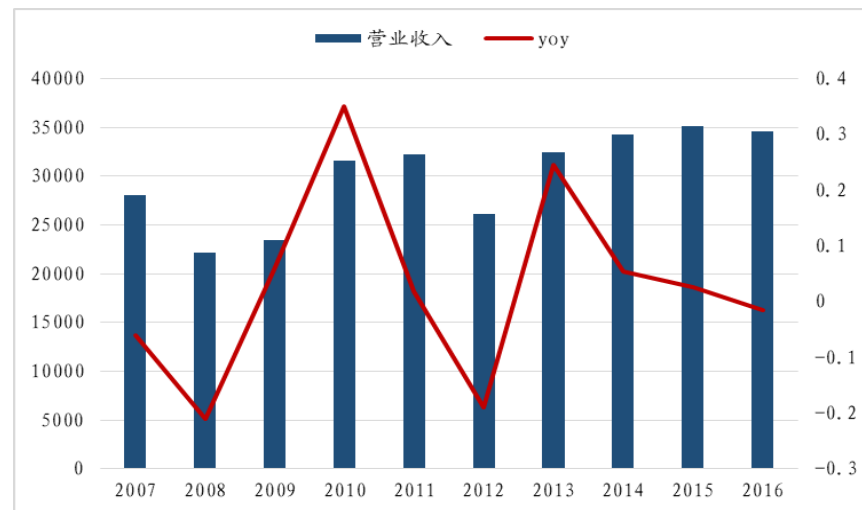
境影响，收入有所下降，在 2009-2011 年和 2013-2015 年两阶段均处于增长周期，体现了大摩在机构证券业务上强健的盈利能力。同时，大摩的财富管理板块在近十年都处于稳定增长状态，大摩的多元化竞争战略得到体现。

图表14: 摩根士丹利机构证券板块收入及增长率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表15: 摩根士丹利财富管理板块收入及增长率



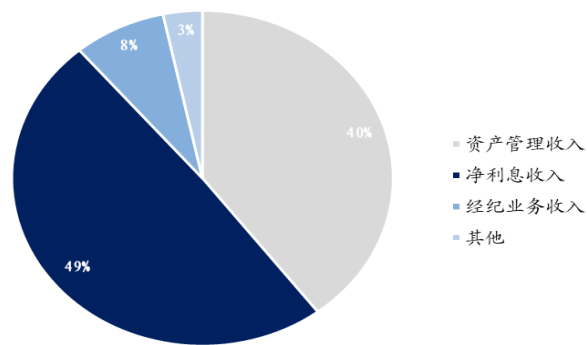
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

从业务到人才构成，大摩始终相信多元化使之更强。在业务方面，大摩不仅业务种类丰富，结构均衡，且在 28 个国家的 600 多个城市设有代表处，业务遍布全球，据统计，近十年，大摩 20% 以上的收入来自非美洲地区。在人才方面，大摩的雇员来自世界 56 个国家，19 个不同专业，全方位的人才和多元化的观点能够更好地服务客户。

2.3. 以财富管理为主的综合型平台——嘉信

嘉信理财成立于1971年，建立初期是一家小型的传统证券经纪商。80年代前，公司依靠折价佣金和计算机电子化交易系统成长为具有影响力的折扣佣金经纪商。80年代后，公司又将业务范围拓展至共同基金以及其他多样化的金融产品。90年代中期，互联网开始普及化，嘉信理财抓住机遇，率先推出了基于互联网的网上经纪服务系统，迅速成为美国最大的在线证券交易商。2016年年报显示，作为综合金融服务和财富管理公司，嘉信理财管理资产总额达2.78万亿美元，拥有活跃交易的账户数量达到1016万个，并且拥有154万个企业退休金计划账户和111万个银行账户。

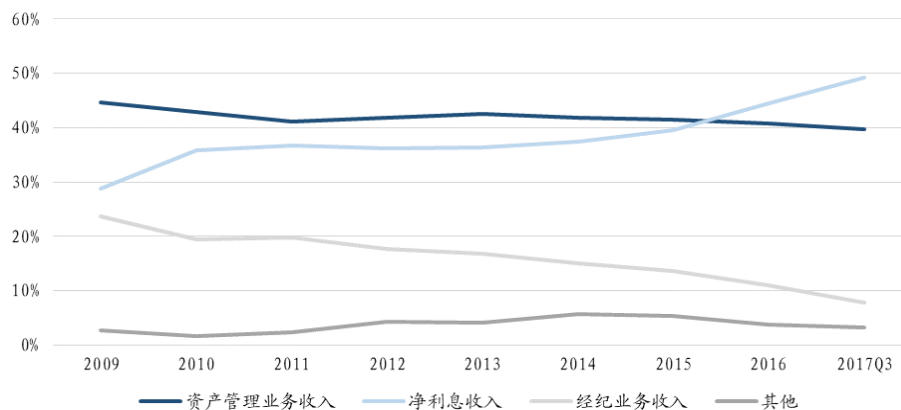
图表16：2017年三季度，净利息收入占比最高



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

从嘉信理财的业务收入来看，资产管理业务、利息收入和经纪业务是三大支柱，合计占总营收比重95%左右。在发展过程中，嘉信理财的经纪业务收入（手续费及佣金）占比逐年下降，资产管理业务占比相对稳定，净利息收入占比逐步提升。2017年三季度，净利息收入占比最高（49.17%），其次是资产管理（39.66%）、交易收入（7.84%）和其他（3.32%）。

图表17：2008年金融危机后嘉信理财的业务收入占比变化

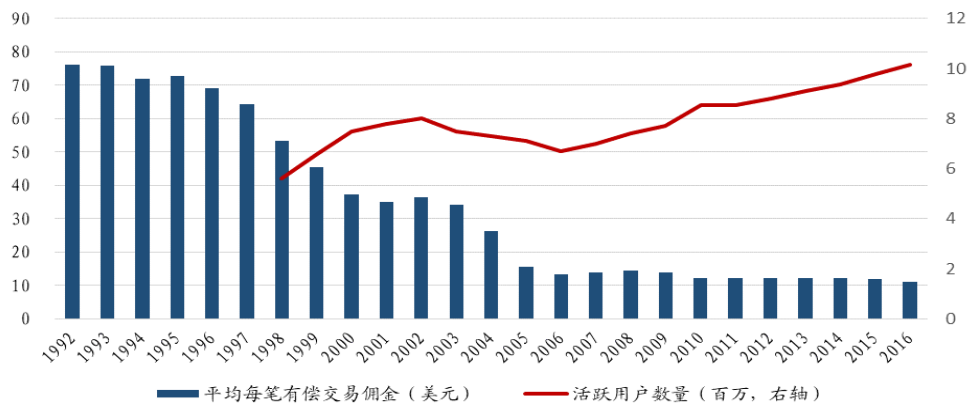


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

嘉信理财也曾短暂尝试自营、做市等机构业务，但最终并未规模铺开，而是注重对财富管理业务的聚焦。目前嘉信主要有三大业务支柱：证券经纪、资产管理、零售银行，虽然银行一直未作为重点业务发展，但它使嘉信的收入结构进一步多元化，财富管理布局更为完整。

(1) **经纪业务：采用线上网络和线下网点结合的服务模式**，包括网络、自动电话、经纪人辅助等三大交易方式。线上业务可通过 eSchwab 交易平台进行，相较于其他两种方式的交易成本更低，线下则拥有 335 个网点，遍布美国 46 个州。总结来看，低价佣金叠加线上线下双渠道并行是嘉信经纪业务规模快速扩张的主因。

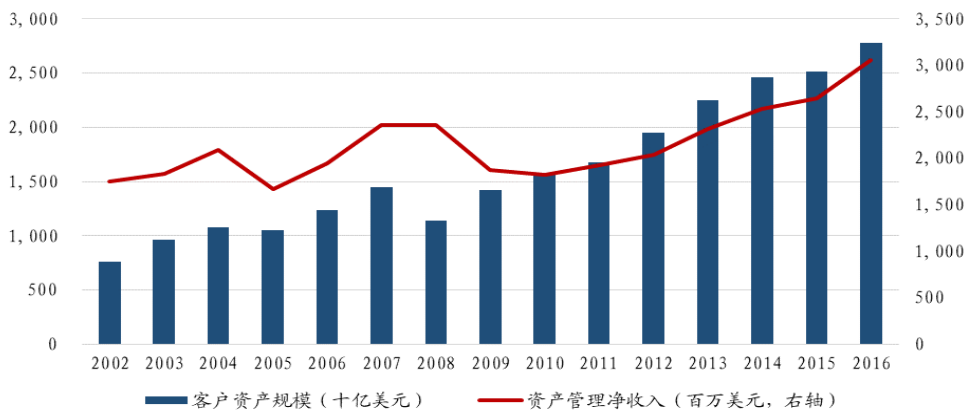
图表18: 嘉信理财的平均每笔有偿交易佣金与活跃用户数量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

(2) **资产管理业务：建立低收费标准的资产管理业务开放平台**。以“One Source”为例，这是嘉信理财销售共同基金的特色渠道。将自身的客户群和多样化的产品线连接起来，使客户可以从各个基金提供者处选择基金，并统一集中在 OneSource 账户中，使客户可以清晰得看到自己的交易和盈利情况。此外，One Source 账户中不同基金家族间资金转移是免费的，嘉信只向基金公司收取年化 0.25-0.35% 的费用。

图表19: 嘉信理财的客户资产规模和资产管理收入



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 海外投行的借鉴意义

3.1. 行业格局变迁经历三个阶段

第一阶段：政策变化推动行业收入结构被动变化

美国证券行业于 1975 年以前主要以交易佣金为收入来源，直到 1975 年美国证监会实施佣金自由化松绑对股票交易手续费的限制，使美国佣金率大幅下滑，从 1975 年的 0.5% 下降至 2001 年的 0.06%；同时美国金融监管部门对格拉斯-斯蒂格法放宽解释，允许商业银行及银行控股公司通过收购或创立子公司方式进入证券行业，进而使证券行业竞争加剧。综合以上两个外部环境变化，证券行业需要不断拓展新业务才得以生存，证券行业收入结构开始被动优化。

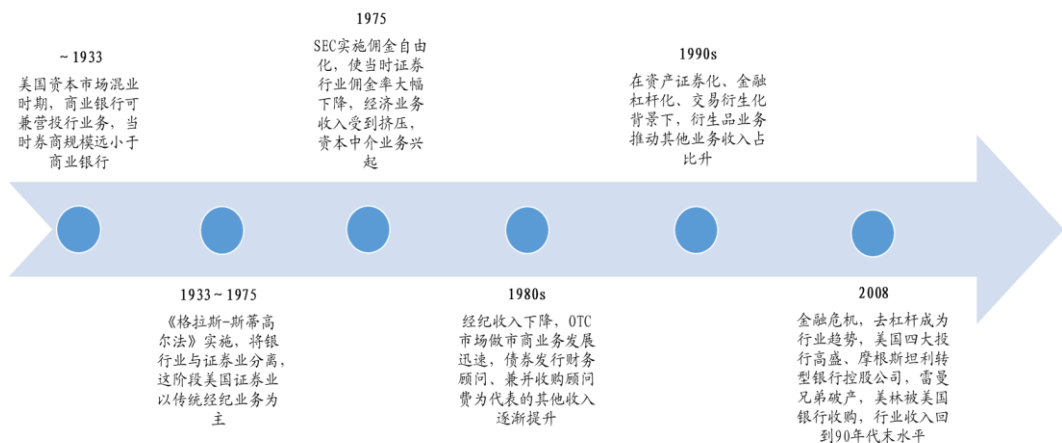
第二阶段：新产品和业务模式出现，主动追求更高收益

80 年代，垃圾债券等新融资方式出现，资产证券化蓬勃发展以及企业并购重组需求扩增使证券行业从被动适应外部环境转变为主动追求更高收益。80 年代改革之后，美国券商从以传统经纪为主要业务逐渐转变为投行、机构服务、投资与借贷和投资管理四大主要业务分化竞争。

第三阶段：金融危机后风险与收益并重，投行形成差异化竞争格局

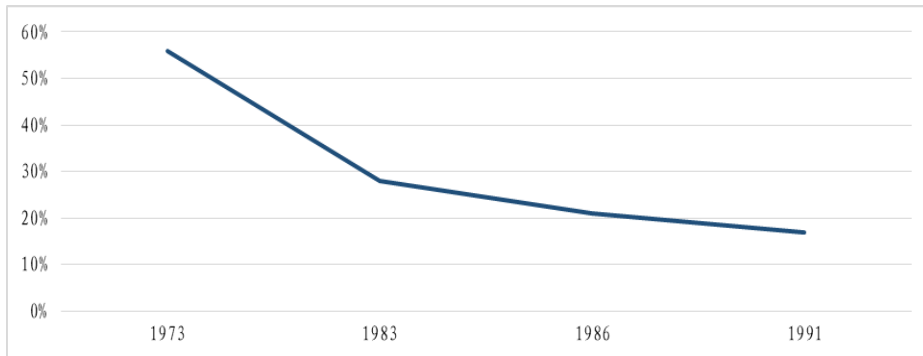
2001 年至 2007 年美国大量资金流入次级房贷市场，华尔街将其包装为衍生性金融商品再卖回市场以赚取手续费和分担风险，直到 2007 年大量的贷款违约引发金融危机，造成许多投资银行资本大幅下降甚至破产及被低价收购。金融危机之后美国投资银行的杠杆率从原本的 25 倍左右降低到了 15 倍左右，存活下来的龙头投资银行大多转型为金融控股公司可以兼营商业银行吸收存款并受美联储监管，通过各金控子公司进行交叉销售，提升各金控子公司对客户效率化服务，进而降低营销费用，提高竞争力，并提供多元全方位的金融服务，形成差异化竞争格局。

图表20：美国券商发展路径



数据来源：东吴证券研究所整理

图表21: 美国证券行业传统经纪业务收入占比变化



数据来源: SEC, 东吴证券研究所

中国金融市场格局已经开始变化,主要体现在现金产品化和机构化水平提升两方面:

1) 部分投资者的低风险偏好、高流动性和稳定收益的诉求推动现金管理类理财产品快速发展。

传统的投资渠道中,商业银行定期存款虽然满足低风险的要求,但收益相对较低,期限固定,从而牺牲了投资者资金的流动性,以及在无风险利率上升的情况不具备资产保值的能力。而股票、偏股型基金等品种虽然具备高流动性,但是风险较高,收益波动较大。

现金管理类理财产品应运而生,从投资的收益和风险角度来讲,市场上现金管理类产品的募集资金大都集中配置于银行间市场国债、央行票据、高等级企业债券等固定收益产品,资产安全性高,预期收益率普遍高于商业银行定期存款;从投资的期限来讲,此类产品常见的是无固定期限和超短期限,满足类现金理财的流动性需求。

2) 随着机构投资者规模增加和个人投资者行为机构化,A股市场整体机构化程度显著提高。

过去两年A股市场几经风雨,大盘指数、市场杠杆水平、投资者风险偏好都经历了较大起伏,二级市场整体格局也随之重新确立。我们认为1)今年结构化牛市和公募基金领先的投资业绩带来赚钱效应,将带动部分个人投资者转向委托机构投资者进行个人资产管理,目前机构投资者过低的比例有望逐步改善;2)市场投资趋势更加价值化,个股选择普遍关注业绩和较为确定的成长性,个人投资者行为向机构靠拢;3)随着机构投资者规模增加和个人投资者行为机构化,A股市场整体机构化程度显著提高。

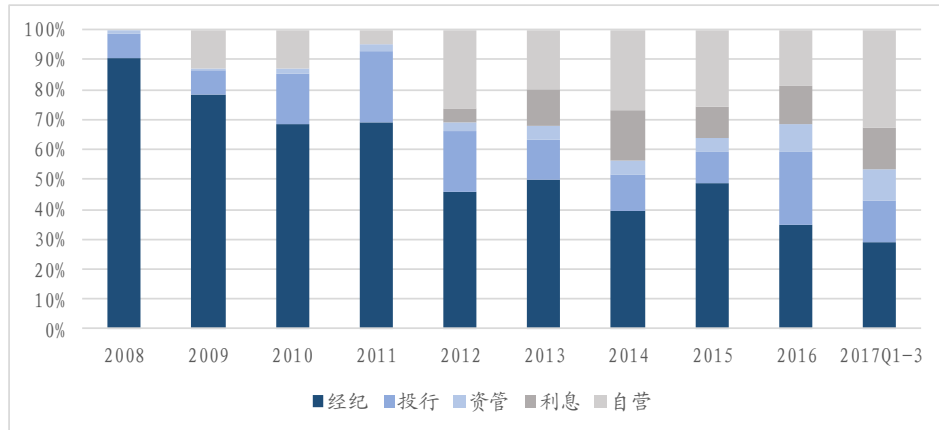
在机构投资者的类别占比中,公募基金的占比逐年下降,取而代之的是保险、券商等偏绝对收益投资风格的机构投资者占比提升。低风险偏好和高风控水平的绝对收益机构投资者对于市场投资趋势、风险偏好产生了新的带动作用,市场整体风格更为理性化、价值化、机构化。

券商业务结构已被动均衡化,对标海外,目前处于第一阶段向第二阶段过渡时期,未来将进入主动优化进程

国内的券商由通道服务商起步,2012年之前经纪业务占比高达将近70%。2016

年开始由于市场成交活跃度持续低迷，以及蓝筹行情大幅增加券商自营投资收益，对经纪业务单一依赖过重的情况发生改变，目前通道经纪业务和自营业务并重贡献过半业绩，2017年前3季度自营+经纪收入占比高达57%，券商业务机构被动均均衡化。

图表22：2008-2017Q3上市券商收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

参考成熟金融市场的海外投行，证券行业的竞争格局将从渠道竞争转变为资本和专业能力的竞争，在提供专业金融服务的投资银行转型道路上继续前进。预计未来以资本金和专业金融能力为主的机构业务等将是国内券商未来创造增量业绩、打造竞争优势的发力点，长期来看，券商的业务收入结构将迈入主动优化的进程。

3.2. 龙头券商掌握更多创新业务竞争要素

从海外投行各项主要业务来看，核心竞争要素体现在资本金、定价能力、客户资源和国际布局四个方面：

投行业务作为金融市场投融资中介环节，需要较强的定价能力，且在上下游都需要优质的客户资源。投行业务除了股权和债权的承销之外还包括财务顾问业务，包括企业战略计划、兼并、收购、剥离、重组、分拆和风险管理等的建议，提供多项服务（衍生性金融商品、跨境业务等）的交易、分配等专业知识。美国投行业务龙头代表为大摩，特色为客户主要面向公司、政府及金融机构等极高净值客户。在承揽阶段，一流投行需要优质的客户资源带来IPO、定增、并购、财务咨询等业务；在承做阶段，需要富有经验的专业人员为客户提供个性化服务；在承销阶段，需要优质的客户资源和多手段营销能力。龙头公司如高盛的目标是寻求与多元化的全球集团客户建立并保持长期的合作关系，凭借其协调能力和卓越的运营能力以投行业务为起点无缝衔接公司的全部资源。

机构客户服务需要专业的研究和市场定价能力。机构服务业务包含场内业务如经纪业务，国内市场缺乏的场外业务如OTC衍生品、做市，以及国内市场较弱的FICC，以大客户为主，需要丰富的投资咨询信息，强大的研究咨询力量来对金融产品进行定价而从中获利。

权益类产品的做市,包含股票,期权和期货交易所以及场外交易的执行和结算。权益商品也包括对冲基金,共同基金,养老基金和基金,也提供机构客户融资,证券借贷和其他主要经纪服务,收入来自利差或费用形式。

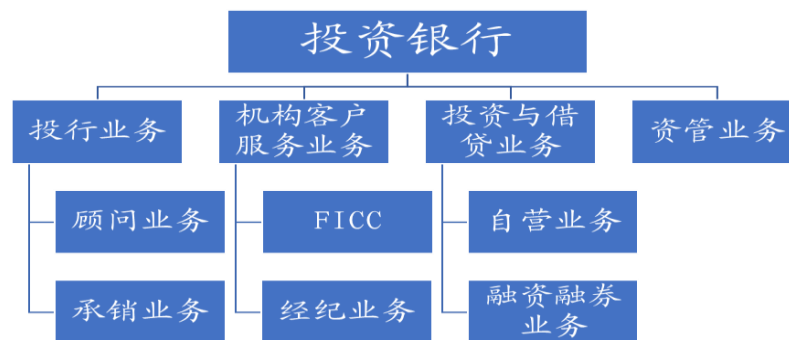
FICC (Fixed Income, Currency and Commodities Client Execution) 是固定收益、外汇、及大宗商品业务的总称,主要是为客户提供代理执行活动,包括利率产品的现金及衍生产品,信用产品,抵押贷款,外汇和大宗商品的做市业务。国外金融市场发展较早,市场容量大成交活跃,供需两旺使 FICC 在国外均占较重要的业务地位,以高盛为例,2016 年机构业务中 50% 以上收入来自 FICC。2008 年金融危机加大市场波动性和不确定性,各机构融资和避险需求强,促进投行创新,FICC 得以有较大发展,近几年有所萎缩与国际经济增速放缓和各国监管力度加大有关。国内 FICC 发展受到多方限制:首先金融为分业经营状态,市场的条件限制使利率无法市场化,企业、金融机构的需求也得到抑制;其次监管限制,券商不能拥有外汇交易、商品期货现货交易等资格使 FICC 未能充分发展;最后国内基础市场尚未完善,如债券、外汇、商品交易及相关衍生品仍需进一步发展。

由于做市商具有双边报价义务,因而券商的做市业务需要足够的专业能力判断买卖双方的需求,进而确定产品的买卖价格,从中赚取利差与手续费。总体来看,国内 FICC 的发展仍需各方金融参与者机构化、专业化方面较长时间的积累。

投资管理类似于国内的资管业务,需要领先的主动投资能力和风险管控能力,主要收入来自管理费、交易收入和业绩报酬,有前瞻性的市场判断能力和投资风险管理能力对资管业务的发展起到关键作用。美国的资产管理业务在 20 世纪 80 年代美国证券交易委员会废除股票交易固定佣金制度的背景下开始发展。当时美国券商为了争夺客户就佣金展开了激烈的竞争,资产管理作为以收取管理费为基础的业务使得券商得以摆脱传统的以交易为基础的经纪业务的限制,自此,资产管理业务逐渐成为券商收入的重要来源。

投资与借贷业务自营及信用业务需要强大的资金实力。投资和贷款包括自有资金投资活动和为客户提供贷款。投资与借贷业务都需要强大的资本金支撑,同时兼顾风险管理能力。国内的资本金显著集中在龙头券商手中,具备较强的先发优势。

图表23: 美国龙头券商业务结构



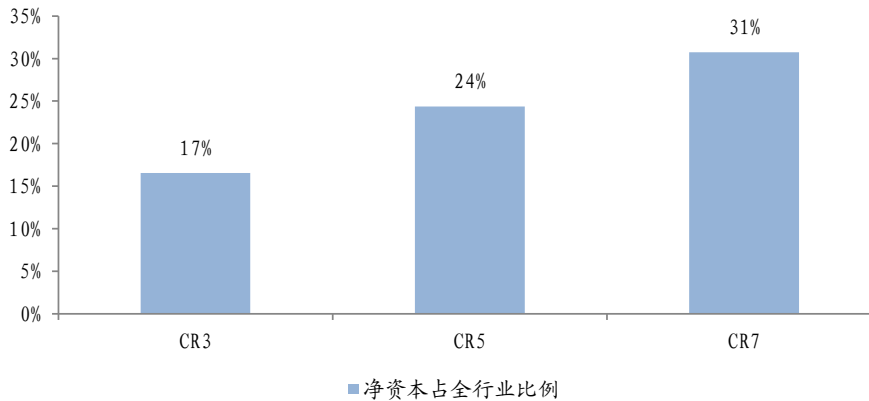
数据来源: Goldman Sachs 10k, 东吴证券研究所

根据海外投行业务分析,我们认为创新业务主要竞争要素体现为资本金、客户

资源、定价能力、国际布局这四个方面，而这些竞争要素更多的掌握在龙头券商手中。

龙头券商在资本金方面享有既有优势，同时因龙头券商普遍在综合能力、品牌影响力及抗风险能力上都更为突出，在未来股权、债权融资时也具有更强的竞争力。从目前 CR3、CR5 和 CR7 的净资本占行业整体净资本比例来看，净资本较为集中化，前七大券商拥有全行业超过三成的净资本。

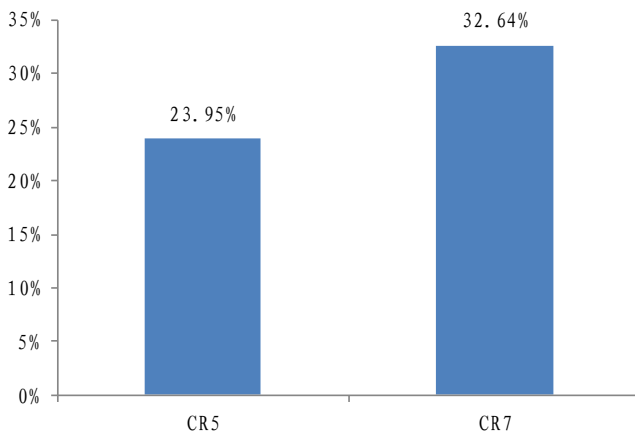
图表24：截止 2017H1 CR3、CR5、CR7 净资本占全行业比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

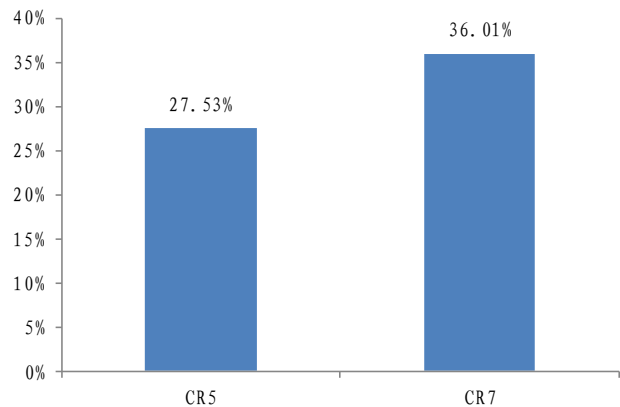
从经纪业务市场份额和机构分仓来看，个人客户资源和机构客户资源均集中在龙头券商。经纪业务 CR5、CR7 的市场份额占比分别为 27.53%、36.01%，其中，机构佣金分仓 CR5、CR7 的市场份额占比分别为 23.95%、32.64%。机构业务集中度接近但略低于经纪业务的市场集中度，说明国内券商机构业务的竞争相对激烈，个人客户的集中度高于机构客户。

图表25：机构佣金分仓集中度（2017H）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表26：经纪市场份额 CR5、CR7 逐步提升（2017）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国际投行依托较强的客户资源和研究能力取得定价权，进而在机构客户覆盖、

投行项目获取等多方面发挥协同作用。目前国内券商的业务基本不需要券商进行定价，但是研究实力和市场影响力主要集中在研究所配置较为完善的综合大型券商。

4. 投资建议

过去两年证券行业监管全面革新，各项业务目前已进入更为有序的新状态，推动行业长期健康发展，但是同时政策面对券商的估值也产生了压制。近期监管环境发生边际变化：场外期权业务快速发展，其中个股期权占比提升；新增华泰证券、国泰君安证券获得跨境业务试点资格，而这些业务正是前文借鉴海外投行的发展历程，未来国内券商业务结构主动优化的长期方向。

通过对海外投行主要业务的分析，其核心竞争要素在我国主要集中在龙头券商，在未来行业业务结构主动优化的过程中，龙头券商具有更强的竞争力和更高的起点。证监会修订后的《证券公司分类监管规定》，通过完善积分规则引导券商更加注重合规、稳健经营，并提高净资本加分门槛，鼓励券商提升资本实力，同时更注重考量综合实力、跨境服务能力等因素，修订后的规定有利于稳健经营的大券商。

从金融各子行业的集中化程度来看，券商的行业集中度显著低于银行、保险，2016年，券商CR5的净利润合计占比23%，远低于银行CR5的46%、寿险CR3的39%、财险的63%。长期来看，分类监管和创新业务向大券商倾斜的背景下，大券商的集中度提升的趋势仍将持续且有较大空间。

目前券商板块平均18PB1.59倍，其中大券商PB1.48倍。券商的PB底部比其他金融机构更为明确，具有较高安全边际。建议重点关注未来有望成长为行业新龙头的华泰证券。

图表27: 上市券商估值表 (根据 2018 年 1 月 17 日收盘价)

券商	股价	总市值 (亿元)	PB				PE			
			2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
中信证券	20.94	2,398	1.82	1.78	1.74	1.69	12.81	24.48	22.26	19.06
海通证券	13.70	1,450	1.46	1.43	1.38	1.31	9.95	19.59	19.18	17.90
国泰君安	19.70	1,660	1.80	1.72	1.43	1.37	10.93	17.44	15.86	13.58
华泰证券	20.48	1,358	1.82	1.74	1.67	1.60	13.71	23.39	21.86	20.03
广发证券	18.73	1,340	1.84	1.82	1.70	1.62	10.81	17.78	16.50	14.66
招商证券	18.52	1,160	2.57	2.07	1.56	1.50	11.37	22.96	20.18	17.54
中国银河	11.26	907	2.01	1.97	1.77	1.70	11.61	22.15	25.23	22.20
申万宏源	5.47	1,097	2.18	2.10	2.04	1.96	9.03	20.28	22.55	20.86
国信证券	12.28	1,007	2.02	2.08	1.97	1.91	7.22	22.10	24.24	24.20
光大证券	14.10	608	1.61	1.38	1.33	1.29	8.50	21.58	22.90	20.37
方正证券	7.19	592	1.69	1.67	1.58	1.51	14.56	23.04	35.91	33.59
东方证券	14.42	928	2.88	2.49	2.40	2.27	13.77	43.58	31.41	28.65
兴业证券	7.61	510	2.75	1.61	1.54	1.45	12.23	24.90	20.23	17.13
国元证券	10.99	370	1.86	1.78	1.74	1.67	13.28	26.32	36.00	33.02
东吴证券	9.95	299	1.80	1.48	1.42	1.35	11.02	19.92	30.50	27.54
西南证券	4.89	276	1.45	1.45	1.41	1.33	7.77	30.08	37.13	34.41
国金证券	9.72	294	1.78	1.68	1.57	1.48	12.46	22.64	26.76	25.42
长江证券	8.09	447	2.66	1.75	1.67	1.58	12.81	20.27	18.99	16.98
东北证券	8.88	208	1.82	1.33	1.26	1.22	7.90	15.81	26.58	24.78
东兴证券	13.98	386	2.84	2.10	2.00	1.91	18.86	28.50	33.70	29.57
国海证券	5.05	213	1.61	1.55	1.50	1.44	11.87	20.96	31.06	30.30
太平洋	3.79	258	3.49	2.19	2.23	2.16	22.80	38.69	-307.90	117.33
西部证券	12.49	437	3.60	3.52	2.48	2.41	22.17	38.89	45.49	42.92
山西证券	9.37	265	2.11	2.16	2.11	2.04	18.42	56.67	44.49	43.91
第一创业	10.26	359	5.84	4.17	3.99	3.85	35.19	63.97	85.63	85.22
中原证券	7.09	224	3.41	2.63	2.67	2.54	19.79	38.71	91.68	61.79
华安证券	7.83	284	4.30	2.39	2.30	2.23	15.20	47.10	36.94	34.52
浙商证券	17.49	583	6.90	6.09	4.39	4.18	31.79	46.98	45.40	41.41
大券商		13,056	1.75	1.67	1.58	1.48	10.06	19.76	19.11	17.04
行业		19,991	1.95	1.79	1.96	1.59	11.27	22.36	22.52	20.09
中小券商		10,565	3.81	3.15	2.13	2.83	22.20	45.30	51.69	46.25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、证券行业与市场相关性较高，市场持续低迷对证券行业带来的业绩和估值双重压力；
- 2、目前行业已经历较长时间的监管升级促进行业健康发展，未来持续监管仍将持续，不排除政策出台对行业的影响超预期的可能性；
- 3、证券行业目前同质化竞争较为激烈，如果外资投行业务资质逐步放开，或将抢占一部分市场份额；
- 4、证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

